

Études internationales



Perroux, François, Denizet, Jean et Bourguinat, Henri.
Inflation, dollar, euro-dollar, Idées actuelles, N.R.F.,
Gallimard, Paris, 1971, 316 pp.

Gérard Garnier

Volume 4, numéro 3, 1973

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/700329ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/700329ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Institut québécois des hautes études internationales

ISSN

0014-2123 (imprimé)

1703-7891 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer ce compte rendu

Garnier, G. (1973). Compte rendu de [Perroux, François, Denizet, Jean et Bourguinat, Henri. *Inflation, dollar, euro-dollar*, Idées actuelles, N.R.F., Gallimard, Paris, 1971, 316 pp.] *Études internationales*, 4(3), 362–365.
<https://doi.org/10.7202/700329ar>

LIVRES

1. COMPTES RENDUS

X PERROUX, François, DENIZET, Jean et BOURGUINAT, Henri. *Inflation, dollar, euro-dollar*, Idées actuelles, N.R.F., Gallimard, Paris, 1971, 316pp.

Il est toujours difficile dans un livre constitué d'articles écrits par différents auteurs de développer un thème principal auquel ces auteurs adhèrent avec un minimum de variations. Perroux, Denizet et Bourguinat, dans ce remarquable petit ouvrage, y ont cependant bien réussi, bien qu'on puisse noter certaines nuances dans leurs positions respectives. En gros, leur fil conducteur est le suivant : après une décennie (1961-1967) de stabilité et de croissance visibles surtout aux États-Unis (miracle Kennedy), en Europe et au Japon, le monde a vécu, au cours des cinq dernières années, le plus grand bouleversement économique et monétaire qu'il ait connu depuis la Grande Dépression des années 1930. Ce bouleversement se manifeste par la généralisation de l'inflation (et simultanément du chômage) dans la presque totalité des pays industriels et par l'effondrement du système monétaire international créé à Bretton Woods, couronné par l'annonce officielle de la fin de l'étalon de change-or par le président Nixon, le 15 août 1971. Comment expliquer cette détérioration brutale de la situation ?

Pour nos trois auteurs, la raison profonde réside dans les imperfections du système monétaire international tel qu'il fut créé à Bretton Woods. On peut se demander, cependant, pourquoi la crise n'a pas éclaté plus tôt ? C'est qu'il manquait un détonateur à la bombe : celui-ci va être créé vers les années 1950 et sera prêt à mettre le feu aux poudres à partir de 1966. Ce détonateur c'est l'euro-dollar, le « traître de la pièce » selon l'expression de Perroux. Ajoutons à cela une évolution des structures des pays industriels et la scène est prête pour le drame évoqué par J. Denizet dans la première partie de l'ouvrage : « chronique d'une décennie » : la « fin des miracles » et la « stagflation ».

En un mot, la crise actuelle qui secoue tous les grands pays du monde est due à deux séries de facteurs :

1° Des facteurs intrinsèques à ces pays, qui ont affaibli leurs défenses anti-inflationnistes. C'est là le thème de la deuxième partie de l'article de Denizet. Les principaux pays industriels con-

naissent depuis quelques décades une évolution de leurs structures économiques (stagnation des profits - accroissement de l'épargne - saturation de la demande en biens durables - développement de la demande de services). Tous ces phénomènes entraînent une baisse du taux de croissance de l'économie, qui rend ces pays plus vulnérables aux crises inflationnistes.

Parallèlement à cette évolution, de nouvelles formes d'inflation surgissent qui, paradoxalement, se développent de pair avec un taux de chômage élevé, donnant le phénomène de la « stagflation ». Ces nouvelles inflations sont les inflations sectorielles et surtout les inflations importées. Par le biais de ces dernières, Denizet montre que la plupart des pays ne peuvent pas s'isoler du contexte international et que leur activité économique est déterminée de l'extérieur. Il montre alors que les grands pays, les États-Unis surtout, peuvent exercer des actions non compensables sur les économies des petits pays, notamment par le canal de l'investissement direct. Ce dernier peut avoir un effet inflationniste dans le petit pays hôte et un effet déstabilisant sur sa balance des paiements. Denizet reprend, en fait, la théorie de F. Perroux sur les économies dominantes.

2° Des facteurs extrinsèques, liés aux caractéristiques du système monétaire international, c'est-à-dire à l'étalon de change-or, ou plus exactement à l'étalon dollar. Avec un peu de recul il apparaît évident que ce système, tel qu'il fut élaboré à Bretton Woods, n'était pas viable. Il donnait en effet à une monnaie (le dollar) et donc au pays qui l'émettait, un rôle primordial. Les États-Unis, reconnus officiellement comme économie dominante recevaient un droit de seigneurage exorbitant, celui d'émettre de la monnaie internationale puisque le dollar devait toujours être convertible en or à un taux fixe. Du même coup, on autorisait ce pays « à ne pas pratiquer chez lui la déflation monétaire qui résulterait normalement du déséquilibre de sa balance des paiements », ce qu'aucun autre pays ne peut faire. Indirectement, c'était absoudre les É.-U. de tout déficit. Contrairement à Rueff, Denizet reconnaît sportivement que si la critique politique de l'étalon de change-or est fondée, sa critique économique l'est beaucoup moins.

Ce système, tout imparfait et injuste qu'il fût, aurait peut-être pu continuer à fonctionner

si les États-Unis avaient pu garder leur déficit dans des limites raisonnables. Mais, à partir de 1958, celui-ci prend des proportions considérables, d'abord par suite de la vague d'investissements directs que les entreprises américaines effectuent dans le Marché commun récemment créé, plus tard par suite des dépenses énormes entraînées par la guerre du Viêt-nam. Curieusement, ce n'est pas dans ces facteurs que Denizet voit la cause principale de la crise du dollar mais dans la création du marché de l'euro-dollar. Il faut d'ailleurs y ajouter une cause secondaire qui est une imperfection du système bancaire américain, le fameux règlement Q. Ce règlement fixe aux banques américaines un plafond au taux d'intérêt qu'elles peuvent payer aux dépôts à terme (*certificates of deposits*) qui constituent une part importante de leurs ressources. Les fonds qu'elles obtiennent ainsi leur permettent ensuite d'accorder des prêts, à un taux beaucoup plus élevé, aux grandes entreprises américaines. Celles-ci utilisent une part importante de ces fonds pour financer leur filiales à l'étranger ou pour acquérir de nouvelles entreprises hors des États-Unis. Selon Denizet, le développement du marché de l'euro-dollar serait dû à l'initiative de banques européennes qui, en empruntant à un taux plus élevé et en prêtant à un taux plus faible que leurs rivaux américaines, auraient réussi à s'emparer d'une bonne part de ce marché. À partir de ce moment, toute entreprise d'un pays européen n'était plus limitée, pour son financement, au seul marché national mais pouvait également s'adresser au marché international de l'euro-dollar. Il en résulta que, bon gré, mal gré, les autorités monétaires européennes durent tenir compte du taux pratiqué sur le marché de l'euro-dollar au risque de voir les capitaux nationaux désertir le pays ou inversement de subir un afflux de fonds étrangers. Toute politique monétaire nationale devenait très délicate et ne pouvait réussir que si l'on contrôlait les mouvements de capitaux.

Un nouveau développement se produisit en 1965 quand le président Johnson décréta des mesures destinées à enrayer les sorties de capitaux des États-Unis. Désormais les sociétés multinationales n'avaient d'autre choix pour financer leurs filiales étrangères, que de s'adresser au marché de l'euro-dollar. Pour ne pas laisser échapper ce marché lucratif et pour

conserver leurs clients, les banques américaines avaient déjà, pour la plupart, ouvert des succursales en Europe, à Londres surtout. Il ne manquait plus qu'une étincelle pour faire sauter l'édifice. Celle-ci jaillit en 1966 quand le *Federal Reserve System* décida de pratiquer une politique monétaire restrictive conduisant à une hausse des taux d'intérêt. Celle-ci eut deux conséquences importantes :

a) Sur le plan américain, cette hausse des taux (bien au dessus des 6% payés par les banques sur leurs *COD*) ferma à peu près totalement l'arrivée de fonds à terme dans les banques américaines. Celles-ci trouvèrent vite la riposte : pour continuer à prêter à leurs clients américains, elles empruntèrent sur le marché de l'euro-dollar par l'intermédiaire de leurs filiales européennes, réduisant à néant les efforts du *Federal Reserve System*. Du même coup, les États-Unis rétablissaient l'équilibre de leur balance des paiements, du moins la balance des règlements officiels (bien que la balance des liquidités restât en déficit).

b) Sur le marché de l'euro-dollar, la forte demande de fonds des banques américaines fit grimper rapidement les taux d'intérêt, attirant sur ce marché des capitaux en provenance de la plupart des pays européens. Pour obtenir les dollars qu'ils prêteront sur le marché de l'euro-dollar, entreprises et spéculateurs nationaux échangent auprès de la banque centrale leur monnaie nationale contre des dollars. L'opération se solde donc par un transfert des dollars détenus par les banques centrales (qui peuvent exiger des É.-U. leur échange contre de l'or) à des intérêts privés. La menace pour les réserves d'or des É.-U. a donc diminué. Par contre les monnaies européennes, dont la livre sterling, sont soumises à des pressions terribles. Le même scénario se répète en novembre 1967 et, malgré l'assistance financière internationale, l'Angleterre doit dévaluer la livre. Cependant le mécanisme peut aussi bien jouer en sens inverse, cette fois-ci au détriment des É.-U. En 1970, le chômage augmente aux É.-U. et l'inflation passe au second plan. Le *Federal Reserve Board* desserre les freins et les taux d'intérêt américains baissent. Les banques, gorgées de liquidité, remboursent leurs emprunts à leurs filiales européennes. Le taux de l'euro-dollar tombe et descend rapidement au dessous des taux des principaux pays euro-

péens. Toute cette liquidité disponible va désormais refluer sur les marchés européens du moins sur ceux qui ne sont pas protégés contre une telle avalanche, comme c'est le cas du marché allemand. Les réserves de la *Bundesbank* augmentent et, le 10 mai 1971, plutôt que d'imposer des contrôles, l'Allemagne laisse flotter le mark. En même temps le déficit officiel des É.-U. croît considérablement et le 15 août le président Nixon détache le dollar de l'or et impose une surtaxe de 10% aux importations américaines. C'est le début de la débâcle.

Que penser de la thèse de Denizet ? Elle est certes fort ingénieuse et explique logiquement la succession des événements. Nous ne pouvons qu'être d'accord avec lui sur le mécanisme du système. Par contre la causalité qu'il propose est beaucoup plus douteuse. Nous ne pouvons le suivre quand il sous-tend qu'en 1967 les États-Unis ayant découvert l'année précédente comment une hausse du taux de l'euro-dollar pouvait alléger les pressions sur leurs réserves, ils auraient plus ou moins délibérément provoqué la crise qui devait emporter la livre.

Il ne faut pas oublier que cette monnaie constitue la première ligne de défense du dollar et que la dévaluation de la première plaçait la seconde dans une position très précaire. Il est également impossible que les Américains ne se soient pas rendus compte qu'ils ne pouvaient pas manipuler indéfiniment le taux de l'euro-dollar. Pour que le mécanisme joue en leur faveur, il fallait que le *Federal Reserve System* impose indéfiniment une politique de crédit restrictive, ce qui tôt ou tard aurait condamné l'économie américaine à la récession, solution absolument inacceptable. De plus cela signifiait que les autorités monétaires acceptaient sciemment que leur politique de restrictions soit mise en échec par les emprunts externes des banques américaines. Enfin le risque était grand de laisser ces banques s'endetter profondément envers l'étranger car un reflux ne pouvait manquer de se produire un jour ou l'autre. Il nous semble plutôt que les Américains ont joué à l'apprenti sorcier. Ils ont incidemment découvert que le marché de l'euro-dollar pouvait parfois les aider et ont permis aux banques américaines d'utiliser ces facilités plutôt que de leur fermer immédiatement cette porte. Par la suite ils se sont aperçus que le contrôle de ce phénomène leur échappait totalement. De plus,

ils ont rapidement eu un choix cornélien à faire entre la politique monétaire interne et l'équilibre de la balance des paiements. Comme toujours la politique extérieure a été sacrifiée : c'est ce qui s'est produit en 1971 quand la remontée du taux de chômage a forcé les autorités américaines à sacrifier l'équilibre externe. La politique de 1967 est certes plus difficile à expliquer, comme le fait remarquer Denizet. On ne peut comprendre l'action des autorités américaines que si l'on suppose qu'elles ne croyaient pas vraiment à la récession mais prévoyaient au contraire une relance de l'inflation. De plus, il fallait tenir compte des délais considérables requis pour qu'une politique monétaire restrictive fasse sentir ses effets, d'où leur action qui, à première vue, semble insolite.

En outre, ces autorités n'ont pas forcé les banques à mettre fin à leurs emprunts européens parce qu'elles pensaient encore pouvoir les persuader de suivre volontairement la politique restrictive du gouvernement. Ce n'est qu'en 1969, après avoir constaté l'échec définitif des restrictions facultatives, qu'elles ont imposé la fin des emprunts externes.

Quelles conclusions tirer de ces événements ? La première est qu'il est impossible de créer un système monétaire international qui fonctionne bien en toutes circonstances. Le système actuel (*gold exchange standard*) a été créé pour éviter le renouvellement des désordres de l'avant-guerre. Il était adapté aux conditions qui prévalaient après la guerre : opposition entre une nation très puissante et très prospère et un grand nombre de pays ruinés et dévastés, en proie à une inflation chronique, disette de dollars, concentration d'une grande partie des réserves d'or du monde à Fort Knox, etc. Les conditions ont totalement changé mais malheureusement le système monétaire n'a guère évolué. Il n'est plus adapté aux besoins actuels. Le *G.E.S.*, à l'heure actuelle, est injuste et inefficace : il donne aux États-Unis des pouvoirs exorbitants qui ne sont plus compensés par les charges auxquelles ils sont soumis.

La thèse des auteurs qui fait de l'euro-dollar le « traître de la pièce » nous semble très exagérée. L'euro-dollar n'est qu'un instrument et ne peut être tenu responsable de l'utilisation que les grandes puissances et les spéculateurs en ont faite. Les désordres monétaires ne proviennent pas de la création du marché de l'euro-dollar

mais de la libre convertibilité des monnaies dont ce marché n'est que la conséquence logique et de l'incapacité des gouvernements à s'entendre pour refreiner les excès des mouvements de capitaux et de la spéculation.

Les crises de 1967 à 1971 rappellent étrangement celles des années 1920-1930 alors qu'il n'y avait pas de marché de l'euro-dollar. L'instabilité monétaire internationale et l'inefficacité relative des politiques monétaires nationales sont le prix dont il faut payer la libre convertibilité des monnaies. Entre les deux attitudes actuelles, face à ce problème, le laisser-faire presque total, d'une part, où les gouvernements ferment les yeux sur la spéculation qui joue les monnaies les unes contre les autres, le dirigisme total de l'autre, où toutes les entrées et sorties de capitaux dans un pays donné sont contrôlées par l'État, il nous semble qu'il y a place pour une attitude médiane. Celle-ci reposerait sur une concertation internationale des grands pays et la création d'un organisme supranational qui imposerait des règles et limiterait la spéculation effrénée.

Ceci nous amène à l'avant-dernière partie du livre, exposée par H. Bourguinat, sur l'Europe des monnaies et sur les difficultés que les pays du Marché commun ont rencontrées, dans leur marche hésitante vers une unification monétaire.

L'effondrement du plan Werner qui avait finalement été adopté par la Commission de la CEE a démontré amplement que les gouvernements européens ne sont pas encore prêts à abandonner cette partie fondamentale de leur souveraineté qu'est le contrôle de la monnaie nationale. Faute de place il ne nous est malheureusement pas possible de nous étendre davantage sur ce sujet fort intéressant de l'intégration des monnaies européennes.

Dans la dernière partie, « Propos d'étape », J. Denizet propose un plan de réforme du système monétaire international basé sur l'abolition du dollar comme monnaie internationale. En compensation, les États-Unis se verraient remettre leurs dettes à court terme à l'égard du monde, dettes qui s'élèvent actuellement à quelques \$50 milliards. Le financement de ce plan se ferait par une augmentation du prix de l'or de \$35. l'once (1971) à \$57. l'once. Il y a beaucoup à dire en faveur d'un moratoire des

dettes américaines mais son financement occasionnerait de nouveau de nombreux problèmes.

En conclusion, Perroux, Denizet et Bourguinat ont écrit là un remarquable petit ouvrage qui intègre des domaines aussi disparates que la théorie de l'inflation, le mécanisme de l'euro-dollar et le fonctionnement du système monétaire international, sans oublier l'intégration des monnaies européennes, en un tout logique et cohérent. Leurs thèses sont ingénieuses et donnent à réfléchir, même si on peut ne pas être toujours d'accord avec eux sur l'interprétation des événements historiques et sur l'importance relative des différentes causes du bouleversement actuel.

Gérard GARNIER

*Sciences de l'administration,
Université de Sherbrooke.*

WEITZ, Raanan, *From Peasant to Farmer: A Revolutionary Strategy for Development*, The Columbia University Press, 1971.

Le développement du secteur agricole est une chose nécessaire, ne serait-ce que pour répondre aux besoins vitaux d'une population mondiale qui s'accroît et s'urbanise rapidement. Cependant, il est assez difficile à réaliser, car l'expert en développement agricole doit presque constamment s'efforcer d'accroître l'intérêt des populations rurales, en leur faisant comprendre l'importance vitale du développement dans un tel secteur. Il doit créer chez ces populations rurales le désir de se moderniser et de s'impliquer dans un processus pour lequel il y a peu d'attraits et qui ne leur apporte que peu de bénéfices tangibles. Si toutefois notre but est de réaliser cette tâche, ce livre semble au moins nous offrir une stratégie saine qui nous permettrait de développer les infrastructures appropriées.

Le Dr Weitz, économiste agricole et maintenant directeur du *Settlement Study Centre* à Rehovot en Israël, a été impliqué depuis au-delà de trente ans dans les politiques de développement rural, principalement dans son propre pays, mais aussi dans différentes parties du Tiers-Monde. Il a donc pu profiter des leçons tirées des erreurs commises dans ce genre de